

学校编码: 10384
学号: 17620081151417

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

影响股市的政策与投资者行为

——基于 HS 模型羊群效应的研究

The Relation of Stock Policy and Behaviour of Investors

——The Research of Herding Behaviour Based on HS Model

范 加 骥

指导教师姓名: 屈 文 洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2011 年 月 日

论文答辩时间: 2011 年 月 日

学位授予日期: 2011 年 月 日

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2011 年

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ☒ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

在日常生活中，我们经常看见跟风的现象，比如最近才出现的“盐荒”以及抢购日化用品潮，这种盲目跟风的现象会带来引起社会动荡的隐患，同样在金融市场上，投资者盲目跟随别人的投资策略，从而忽视对自己有用的信息，比如说：收益、风险等信息，这都会影响中国股市的稳定性和效率性，自从上世纪 70 年代以来，羊群效应就作为行为金融学一个非常重要的研究课题成为各大学者研究的重点，直到 90 年代有关具体衡量羊群效应的理论才开始慢慢成熟。在对有关文献的归纳中，羊群行为产生原因有如下：信息的串联，声誉的考虑，研究方法的一致，决策的共同偏好等等，在衡量羊群效应的方法上有：LSV、CH、CCK、HS 等方法。各国的学者也开始对本国的股市进行了验证，最后的研究结果也不尽相同。

众所周知我国的资本市场刚处在起步阶段，因此投资者的投资理念还不完善，这个客观环境为羊群效应的出现提供了前提条件，所以说研究中国的股市是否存在羊群效应，在什么样的情况下会导致羊群效应的发生具有实际意义和理论价值，这就为中国如何保持资本市场的稳定性提供了一定理论基础。

本文首先通过对 CCK 模型和 CH 模型进行了介绍并且讨论了这两者的缺点，认为 HS（2004）模型更加具有优势，更加适合中国国情，然后结合中国的国情，在 HS（2004）的模型的基础上进行了分析和改进。研究发现：（1）中国的股市存在着羊群效应。（2）中国政府频繁的资本市场的干预是导致以“市场投资组合”为领头羊的羊群效应发生的原因，但是并不是某些投资策略的羊群效应发生的原因。（3）在中国的各个行业中均存在羊群效应的现象。

本文在最后针对以上出现的问题和结论，给出了政策建议有：中国政府应该减少对股市的干预，加强对投资者的教育来提高他们的素质，减少盲目跟风的行为。

关键字：羊群行为；行为金融；股市政策

Abstract

Herding Behavior is a very common phenomenon existing in our daily life. For example, we have encountered a embarrassing situation which is caused by the nuclear leakage in Japan recently. A lot of people rush to buy the salt and daily supplies. So the price of salt have increased five to ten times. This situation occurs mainly on the quality of some people. It's obvious that this phenomenon is very harmful which can bring about social unrest.

Also in the financial markets, investors blindly follow someone else's investment strategy, this is very serious phenomenon which will affect stability and efficiency of China's stock market. The investor always neglect the relation between return and risk. The choice of investors totally rely on the information of public, or the investor's strategy is a simple imitation of public opinion rather than considering his own target of investment.

Herding on behavioral finance has been the major focus of scholarly research as an important research topic since 1970's. Until the 90's the theory about the specific measure of herding began to mature gradually. In the induction of the relevant literature, the causes of herding behavior are generalized as followings: the information series, the reputation considerations, the same research methods, the decision-making preferences, and so on. Also, there are a lot of methods that could be used to measure the herding behavior including LSV, CCK, CCH, HS. Scholars of various countries have started to validate their own stock market, but the final results are not all the same.

As we know, there are a lot of shortcomings in our capital market which is still in the initial stage. Therefore, the quality of investors is not so high. The objective conditions have provided preconditions for the emergence of herding behavior. So the existence of herd behavior in Chinese stock market, under what circumstances would lead to the occurrence of herd behavior has practical significance and theoretical value. This could provides a theoretical basis for the feasible to keep China in the stability of the capital market.

The CCK model and the CH model are introduced briefly and then I also discuss the shortcomings of both models. HS model is so far the best method to

measure herding behavior. It can eliminate the effects of time series and this model fit for the situation of Chinese stock market. The HS model is analyzed and improved with national conditions. Through research and analysis, I arrive the following conclusions: 1, The existence of herd behavior is very common in Chinese stock market. 2, The herding behavior which is constrained in the market portfolio is the result of the Chinese government's frequent interventions in capital market. But to some other investment strategy, the government's intervention is not the main cause. 3, The phenomenon of herding exist in every industry, but the herding behavior is more significant in the industry which is intervened more frequently by stringent regulation.

At last, the paper also make suggestions to the the Government and the investors based on the conclusions. The Government should try its best not to intervene the capital market. Beside this, it must establish laws and regulations to ensure that the corporation should disclose information more accurate and timely. As to the investors, they should become more rational when they make decision and improve the quality of investment. Only in these ways could China's stock market can be develop more healthy and sustainable in future.

Keywords: Herding behavior; Behavioral Finance ; stock market;

目 录

1. 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 本文的章节结构和主要内容	2
1.3 本文的创新点	2
2. 股票市场羊群行为的理论研究	4
2.1 羊群行为的含义	4
2.2 羊群行为产生的原因	7
2.2.1 信息的从众	7
2.2.2 声誉的从众	9
2.2.3 研究方法的从众	10
2.2.4 其他原因的从众	10
3 几种主要的度量羊群效应的模型及文献回顾	11
3.1 检验羊群行为的几种主要模型	11
3.1.1 LSV 模型	11
3.1.2 PCM 模型	14
3.1.3 CH 模型	14
3.1.4 CCK 模型	16
3.1.5 HS 模型	17
3.2 国外文献回顾	18
3.3 国内文献回顾	21
4 实证过程	24
4.1 实证方法	24
4.2 有关美国市场与中国市场差别的考虑	26
4.3 数据来源及数据处理	29
4.4 描述性统计	29
4.5 实证过程	30
4.6 行业方面的研究	38
4.7 与国内学者研究的异同	39
5 结论及政策建议	41
5.1 结论	41
5.2 政策建议	42
参考文献:	44
致谢:	48

CONTENTS

CHAPTER 1 INTRODUCTION	1
SECTION 1.1 RESEARCH BACKGROUND AND SITUATION	1
SECTION 1.2 STRUCTURE AND MAIN CONTENTS	2
SECTION 1.3 INNOVATION POINTS	3
CHAPTER2 LITERATURE REVIEW	4
SECTION 2.1 THE MEANING OF HERDING BEHAVIOUR	4
SECTION 2.2 THE CORSE OF HERDING BEHAVIOUR	7
SECTION 2.2.1 INFORMATIONAL CASCADES	7
SECTION 2.2.2 REPUTATIONAL HERDING	9
SECTION 2.2.3 INVESTIGATIVE HERDING	10
SECTION 2.2.4 OTHER COURSES	10
CHAPTER 3 METHODS OF MEASURESING HERDING	
BEHAVIOUR	11
SECTION 3.1 MEASURESING HERDING BEHAVIOUR	11
SECTION 3.1.1 LSV MODEL	11
SECTION 3.1.2 PCM MODEL	14
SECTION 3.1.3 CH MODEL	14
SECTION 3.1.4 CCK MODEL	16
SECTION 3.1.5 HS MODEL	17
SECTION3.2 FOREIGN LITERATURE REVIEWS	18
SECTION3.3 OMESTIC LITERATURE REVIEWS	21
CHAPTER 4 DATA ANALYSIS	24
SECTION 4.1 THEIN TRODUCING OF HS MODEL	24
SECTION 4.2 HE DIFFERENCES OF CAPITAL MARKET BETWEEN CHINESE AND AMERICAN	
26	
SECTION 4.3 THE RESOURCES OF DATA	29
SECTION 4.4 ESCRIPTIVE STATISTICS	29
SECTION 4.5 ESULT OF EMPIRICAL	30
SECTION 4.6T HE RESEARCH OF INDUSTRIES	38
SECTION 4.7 THE SUMMARY	39
Chapter 5 RESULTS AND SUGGESTION.....	41
SECTION 5.1 MAIN CONCLUSIONS	41
SECTION 5.2 MAIN SUGGESTION	42
References	44
Acknowledgements	48

1. 导论

1.1 研究背景和意义

最近日本发生 9 级地震，由地震导致的核泄漏事件导致的“买盐潮”“盐荒”让中国人印象深刻，开始由局部的闹“盐荒”发展到全国的“盐荒”，盐价也从一元钱一带两天之内居然涨了十几倍，而后就是马上出现的退盐潮，这样的事情让人非常的尴尬，可见中国人的跟风现象十分严重。这种羊群效应对于社会是十分有害的，而在中国的股市是否也存在着这种现象呢？这种现象是否严重？股市上的羊群效应是由什么影响呢？因此研究资本市场的羊群效应对于中国制定合理的金融制度有着非常重要的意义。

资本市场上的羊群效应是指在一个具有相同投资战略的投资群体中，某个投资者或者投资机构总是根据其他同类投资者的投资行动而行动，从而忽略了对自己有用信息，在别人买入时买入，在他人卖出时卖出。从而导致了市场上投资者的群聚效应，因此，有一些学者认为羊群的群聚效应导致了股票市场的剧烈波动，尤其在金融危机的时候，加剧了市场的恐慌，不利于市场的稳定，他们提出了一系列的措施防止此类事件的发生，但是，有一些学者认为在股票市场稳定的时候，仍然有羊群效应。但是，羊群效应同样具有理性和非理性的区分，比如，当某些投资者认为同一群体中的其他人更具有信息优势，此时在他认为其他人的投资可能会更加有效率，那么这就是理性的羊群效应。

当投资者无法获得有效或者是充分的信息时，那么他就无法合理预期市场的未来，此时如果他们面对来自社会或者自身的压力时，那么他就会通过观察周围人群的行为而提取信息，这中信息就会像滚雪球一样，在传递过程中能量越来越大，许多人的信息将大致相同且彼此强化，从而产生的从众行为。

最近有些学者试图从寻找“领头羊”的角色去分析羊群效应，也取得了非常好的效果，他们认为市场上的市场指数就是“领头羊”，投资者会对“市场指数”进行效仿。

虽然 2007 年的金融危机已经过去，但是股票市场上的大起大落仍然让我们心有余悸，中国股市过多年的熊市以来，终于在 2006 年开始出现井喷式增长，

吸引了大批人投入股票市场，出现了全民炒股的景象，但是股民一窝蜂式的涌入市场引起了有关专家和政府的高度关注。由于中国资本市场才刚刚起步，新兴市场中投资者的非理性程度远远高于发达国家中的投资者的非理性程度，中国股民的素质普遍偏低，由于缺乏必要的投资知识和经验，很容易采取跟风行为，因此研究中国股市上是否存在着羊群效应，这些投资者是以什么为“领头羊”的，以及当存在什么情况的时候市场才出现羊群效应有非常现实的研究意义，本文对我国沪深两市 A 股的羊群效应进行了整体研究，以期从中总结出我国股票市场是否真的存在羊群效应，羊群效应的程度有多高，证券监管部门如何采取措施来减弱羊群效应对股市波动的影响，以及中国股市今后的发展状况提出一点参考价值，给投资者和有关政府的监管部门一些启示。

1.2 本文的章节结构和主要内容

第一章是本文的导论部分，主要描述了中国股市近年的状况，以及中国股市的起步阶段，研究中国股市的羊群效应对于中国股市的现实意义与指导意义。

第二章主要介绍了羊群效应的定义，羊群效应的两种模型，以及国外有关研究羊群效应的成因分析。

第三章主要介绍了衡量羊群行为度的模型，在介绍模型的同时指出了这种模型的优缺点，模型包括了：LSV 模型、PCM 模型、CH 模型、CCK 模型、HS 模型，并且对国内外的有关测量羊群行为指标的文献进行了回顾。

第四章本文实证部分，也是本文的重点，主要是依照 HS 在 2004 年提出的改进的 Beta 横截面方差回归结果来考量羊群效应，运用卡曼滤波方程对股市的数据进行了回归，发现了一些有用的结论，这种方法是其在 2000 年提出的方法上的改进。研究发现中国股市存在着羊群效应，这些投资者过度关注股市政策的信息，是导致羊群效应这个现象出现的原因。

第五章主要介绍了本文的一些有用的结论，并根据这些结论给出了建议。

1.3 本文的创新点

纵观国内有关研究羊群效应的研究成果，其主要研究方法主要是利用 LSV 研究中国封闭式基金的羊群度，利用 CH 和 CCK 模型研究中国整体的羊群度指

标,但是这三种方法均有一定的限制性和缺点,他们不能消除时间序列的波动因素,因此在 2000 年由 Soosung Hwang 和 Mark Salmon 提出了 HS 模型,通过考量股票市场的单个资产的 Beta 值的方差,HS 又在 2004 年改进了衡量羊群度的方法,作者利用卡曼滤波方程来对投资者进行分析,使结果更加精确,HS 模型考量了跟风现象中,那些普遍存在的非理性行为构成了羊群效应,这些非理性行为导致了 beta 的趋同,而且影响了市场的有效性,而在这方面的研究中国的学者仍然是使用 LSV、CH、CCK 的方法,这些方法因为时间序列的影响在测量上具有偏差性,而且并没有考虑羊群效应中的理性行为,因为并不是所有的跟风现象都是非理性的。

因此结合基于前人的研究,本文有如下创新点:

1、本文首次运用 HS 在 2004 年提出的新的羊群行为度量方法对中国投资者进行分析,以此来衡量在中国是否真的存在羊群行为。

2、结合中国的国情,在探讨是什么原因导致羊群效应时,对 HS 模型进行了一定的补充。以此来说明到底是什么导致了羊群行为。其原因是否是过去中国学者认为的市场环境引起的,比如市场收益率等。

3、相较与国内有关羊群效应的研究,本研究更加注重群聚效应中的非理性行为,这也是可以通过 HS 模型得出与国内研究的不一样视角。

因为本文在研究中存在着有关数据的选取与判断上,所以最后本文也存在研究的缺点:

1、本文在衡量中国政府对股市干预的程度和频繁度的指标上是否有更加合适的指标。

2、在选择影响股市的政策的标准上存在着主观判断,影响了研究结果的可靠性。

2. 股票市场羊群行为的理论研究

2.1 羊群行为的含义

羊群行为是“指动物(牛、羊等畜类)成群移动、觅食。后来这个概念被引申来描述人类社会现象,指与大多数人一样思考、感觉、行动,与大多数人在一起,与大多数人操持一致”。羊群行为这个概念慢慢被其他领域所借用,金融学家借用其来描述金融市场中的一种非理性行为,特指“投资者趋向于忽略自己的有价值的私有信息,而跟从市场中大多数人的决策方式”。羊群行为具体表现为在资本市场上的某个时期,大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好。

羊群效应是由个人理性行为导致的集体的非理性行为的一种非线性机制。

Banerjee (1992) 认为“羊群行为每个人都在模仿其他人的行为,即使当他们的个体信息表明他们不应该采取这种行为,这是一种不理性的跟风行为。”Devenow 和 Welch (1995) 认为“羊群是一个能导致整体做出系统性的错误决策(erroneous decision)的现象是投资者个体中相关的行为方式。”Nofsinger 和 Sias (1998) 定义羊群为“一群投资者在某一段时间内进行同一方向交易的行为。”Shiller (1995) 则定义“羊群行为是社会群体中相互作用的人们趋向有相似的思考和行为方式这种趋势似乎是不理性的比如在一个群体决策中多数人意见相似时个体趋向于支持该决策(即使该决策是不正确的)而忽视反对者的意见。”Wermers(1999)则从机构投资者的角度认为“机构投资会对某一只股票在某一时期同时买卖行为也就是聚集交易的现象。”

羊群效应作为最近几年比较流行的行为金融学的一个有趣的现象越来越被广大学者所深入的研究,羊群行为是行为金融学领域中比较典型的一种现象。如今,羊群效应已经被特指用来描述广大散户投资者和机构投资者的跟风行为。羊群在平时没有特殊状况的情况下是一种很散乱的组织,只是左冲右撞,毫无目的,但是如果有一头羊由于惊吓而动起来,其他的羊也会不假思索地逃走或者一哄而上,而不顾前面是否有危险或者是食物。因此,羊群效应就是用来比喻人的一种从众心理,从众心理很容易导致盲从,而盲从往往会陷入骗局或遭到失败。

除了上述情况外，另外还有一些其他情况可能会导致出现羊群效应，比如说某些系统机制也会导致羊群效应的发生。例如，当出现单个资产价格突然跳水造成亏损时，为了满足券商制定的关于必须追加保证金的要求或者遵守某些交易规则限制的时候，一些投资者在不得已的情况下必须清仓，此时在市场的反应中就会形成羊群效应，但是这并不是投资者自发的行为。同样的当资产价值上升的时候，此时投资者投资股票积极性大增，个人投资者能量迅速积聚，那么在这种情况下极易形成趋同性的羊群效应。

但是，并不是所有的羊群行为都是非理性的，羊群中也有投资者的理性的行为，我们称之为“理性的羊群行为”。也有学者认为一定程度下的羊群行为是有好处的，例如：当市场出现好消息或者坏消息时，此时如果出现羊群行为，会加速市场对该信息的吸收，表现为市场受影响的该资产的价格迅速波动，直到该信息迅速反应在股价上，直到价格不再波动，这样的羊群效应促进了市场的有效性。还有些学者认为“在信息不对称和预期不确定条件下，看别人怎么做确实是风险比较低的(这在博弈论、纳什均衡中也有所说明)。羊群效应可以产生示范学习作用和聚集协同作用，这对于弱势群体的保护和成长是很有帮助的。”

凯恩斯早就指出：“从事股票投资好比参加选美竞赛，谁的选择结果与全体评选者平均爱好最接近，谁就能得奖。”当每个参加者被要求选出一个他认为最美的，此时她就会试图站在别人的角度推测一般人认为美的，因此，羊群行为是出于归属感、安全感和信息成本的考虑，这就好比年轻的基金经理总是会试图去模仿有经验的基金经理的投资策略去投资，而散户会追随机机构投资者做出相同的决策，但就针对这一情况，经济学家认为其是否理性如今仍然没有一个统一的结论。

但对于人类的经济活动是否理性或者不理性，这个问题依然充满疑惑，以致最近几十年比较火的行为金融学放宽了其很多经典理论的假设，试图从非理性行为去解释人类社会中比较“费解”的问题。比较极端理性主义者如美国芝加哥大学教授贝克认为：“人类所有的经济行为是理性的，经济学家们之所以不能解释是因为他们情不自禁地用非理性行为、粗心大意、愚蠢行为、价值的特别改变等臆断说明他们解释不了的现象以掩盖他知识上的缺乏，而这些臆断恰恰暴露了他们所掩饰的失败。”这种观点可能会比较极端，但是我们仍然有理由相信羊群行为具

有它存在的价值，也是并不是一无是处，而是具有一定理性的。社会心理学可控实验已经证实：当人们得到的信息很少或者信息十分模糊，此时大众的行为就可能为个体所效仿，人们就会从大众的行为来分析了解信息，大众就成为信息源，或者说大众的行为提供了一个应如何行动的信息。这种情况也适用在资本市场上，在资本市场上，由于普遍存在者信息不对称的情况，个体无法从有限的价格信息中做出合理的决定，此时其跟风行为就可以看作是一种理性行为。

近几年来，我国资本市场在进行自我完善的阶段，各种政策、法规不断推出，而且在政府以控制通货膨胀、稳定物价为主要经济目标的时候，有关宏观政策也是不断更新，而在公司微观层面，中国上市公司信息的披露依然存在着严重的问题，常常出现信息披露不及时、不清晰、不完整的情况，在这种大环境下，股民更多的是依赖这些宏观信息来进行投资者决策，这样就导致了我国股市的政策市的特征，每次的政策推出都会导致大批的投资者的群聚效应，但是这种群聚效应中，有的投资者考虑了风险与收益的关系，依据CAPM模型获得了相应的回报和损失，这种行为是理性的，但是有的投资者此时如果盲目的买进与卖出，没有考虑适合自己的收益和风险，这种行为是非理性的，严重的影响了市场的有效性和稳定性例如在2006年，在多年的熊市之后，中国股票市场突然迅速飙升，由此吸引了一大批人加入炒股之列，引起了有关专家和政府的高度关注，此时在大多数投资者对中国股市普遍看涨的情况下，一些投资者开始非理性的投资，他们完全忽视了对自己有用的信息，包括风险与收益的信息。专家们指出，我国资本市场经过了多年的发展，已经达到了一定的规模。但是，新兴市场中投资者的非理性程度远远高于发达国家中的投资者的非理性程度。我国股市在发展并逐渐走向成熟的过程中，还存在着许多不容忽视的弊端。我国股民整体素质不高，没有完全建立理性的投资理念，尤其是在牛市中新入市的股民，由于缺乏必要的投资知识和经验，很容易采取跟风行为，最终可能会导致股市的泡沫，引发金融危机。当然，在熊市，盲目的杀跌，无法对股市的复苏做出正确的判断，会失去了很好的入市机会，导致经济危机的加深与熊市时间的加长。如今越来越多的学者都在对金融市场中的羊群行为进行研究，从建立反应羊群行为的模型，分析羊群行为产生的原因，到如何度量羊群行为程度的指标，都有很多学者进行研究。

羊群效应模型认为投资者羊群行为是符合最大效用准则的，是“群体压力”等情绪下贯彻的非理性行为，分为序列型和非序列型两种模型：

(1) 序列型羊群效应模型：

Banerjee(1992)提出序列决策模型分析羊群行为，在这个模型中，每个决策者在进行决策时都观察其你前面的决策者做出的决策，对他而言，这种行为是理性的，因为其前面的决策者可能拥有一些重要的信息，因而他可能模仿别人的决策而不使用其自己的信息，由此产生的均衡是无效的。

(2) 非序列型羊群效应模型

与 Banerjee 序列决策模型相对的是非序列羊群行为模型。该模型也是由贝叶斯法则下得出的。模型假设任意两个投资主体之间的模仿倾向是固定相同的，当模仿倾向较弱时，市场主体的表现是收益服从高斯分布，而当模仿倾向较强时，市场主体的表现是市场崩溃。此外，Rajan(1994)、Maug 和 Naik(1996)、Devenow 和 Welch(1996)分别从投资者的信息不对称、机构运作中的委托——代理关系、经济主体的有限理性等角度探讨羊群行为的内在产生机制。

在国外的研究中，通过上述两个有关羊群效应模型的基础上对导致羊群效应的原因和如何衡量羊群效应的程度上进行了分析。

2.2 羊群行为产生的原因

有关羊群行为产生的原因，国外的学者也进行了大量的研究，知道现在，其研究成果总结起来有如下因素导致了羊群效应：（1）信息的从众（2）声誉的从众（3）研究方法的从众（4）其他方法的从众比如偏好的从众等。

2.2.1 信息的从众

Bikhchandani 和 Hirshleifer 与 Welch (1992)认为跟随者会经由领先者(指先前较有信息者)推论信息，若市场前几位领先者行动皆相同，此时整体信息会形成压倒性态势，当跟随者的单一私有信息无法转变趋势时，跟随者会选择放弃其私有信息而模仿领先者，一个亦如此，其他皆如此，而形成如滚雪球般瀑布往下汇集的从众现象，他们还认为这种羊群效应非常脆弱，而且具有非系统性的特征，因为，任何一点点小的或者不起眼的信息都有可能很快的汇集成从众现象，

Banerjee(1992) 提出序列型羊群效应模型, 在该模型中, 投资者通过典型的贝叶斯过程从市场噪声以及其它个体的决策中依次获取决策信息, 这类决策的最大特征是其决策的序列性。但是现实中要区分投资者顺序是不现实的。因而这一假设在实际金融市场中缺乏支持。非序列型则论证无论仿效倾向强或弱, 都不会得到现代金融理论中关于股票的零点对称、单一模态的厚尾特征。 Banerjee 序列决策模型假定投资者的决策次序, 投资主体通过典型的贝叶斯过程从市场噪声以及其他个体的决策中获取自己决策的信息, 这种依次决策的过程导致市场中的“信息流”。 Lee (1993)、Smith 与 Sorensen (1994)、Brandenburger 与 Polak (1996)、Zhang (1997)、Khanna 与 Slezak (1998)、Welch (2000)等研究也支持这种观点。

在信息从众的模型中, 这里借鉴了社会心里学的实证结果: “人们得到的信息很少或者信息十分模糊, 此时大众的行为就可能为个体所效仿, 人们就会从大众的行为来分析了解信息, 大众就成为信息源, 或者说大众的行为提供了一个应如何行动的信息。”在该模型中, 投资者通过观察市场中其他投资者做出的决策, 并且在他们决策的基础上, 通过典型的贝叶斯法则从他们的决策上获取他们决策所必须的信息, 然而下个投资者也会重复上面的决策过程, 自此投资者的依次决策形成了关于投资策略的信息流。因为这种信息瀑布可以在很少信息而且基本就是在很少的信息的基础上衍生, 这重信息量并不会随着决策的人数或者过程的增加而有任何的增加, 因此这种效应所形成的信息流十分的脆弱, 任何很微小的新闻和公开的信息都会使这种信息流坍塌。但是Gale却不这样认为, 羊群随时间的推移会变得更加稳定, 因为他们所传递的信息可能更加强烈, 要破坏一个羊群所需的信号会更加极端。

在现实资本市场中, 每个投资者都希望拥有完整的, 有效的, 真实的信息, 他们会根据他们所掌握的信息进行理性有效的决策, 当信息越完整的时候, 他们的决策越有效。如今这个信息社会里, 资本市场更是一个开放的信息系统, 信息的流动越来越频繁, 变化的数度越来越快, 信息变得越来越不确定。此时, 投资者就特别容易产生跟风行为, 而且羊群行为的发生是与信息的不确定性成正比。对于信息的获得, 每个人的效率和途径是不一样的, 显而易见, 拥有强大经济实力或者是广络人脉的机构投资者来说, 信息的获得十分方便, 因此他们拥有更加详细和完善的信息, 而对于实力较弱的机构投资者或者更弱的散户来说, 他们就

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库